

Nota Breve 12/12/2022

Mercados financieros · El BCE empezará a moderar las subidas de tipos oficiales

Reunión del 15 de diciembre de 2022: qué esperamos

- En su reunión de esta semana, esperamos que el BCE vuelva a subir los tipos de interés, apresurado por una inflación indeseable y persistentemente elevada. Sin embargo, tras dos incrementos consecutivos de 75 p. b., esperamos un aumento de 50 p. b. en los tipos oficiales, hasta el 2,00% (*depo*) y 2,50% (*refi*). Entre los factores que justifican esta moderación en el ritmo de subidas, destacamos: (i) el enfriamiento que está sufriendo la actividad económica y (ii) el hecho de que el endurecimiento monetario ha sido muy sustancial (+250 p. b. desde el pasado julio, al asumir 50 p. b. en diciembre) y necesita tiempo para transmitirse al conjunto de la economía.
- Esta semana es probable que el BCE también anuncie las líneas generales para reducir las reinversiones en su programa de compras de activos APP. Este proceso podría empezar en algún punto del 2T 2023 y debería ser gradual y predecible. Por ejemplo, si el BCE siguiera una estrategia similar a la Fed, se establecería un tope de vencimientos mensuales que no se reinvertirían, un límite que podría aumentar paulatinamente. Por ejemplo, el BCE podría dejar vencer 15.000 millones durante los tres primeros meses, 30.000 los tres siguientes..., hasta dejar sin reinvertir el 100% de los vencimientos. Esto reducirá el tamaño del balance del Eurosistema a lo largo de 2023 y ayudará a endurecer las condiciones monetarias e, indirectamente, mitigar el riesgo de pérdidas por parte de los bancos centrales.¹
- De hecho, el balance del BCE ya ha empezado a reducirse con las devoluciones prematuras de los préstamos TLTRO-III. En concreto, desde que el BCE revisó sus condiciones en la pasada reunión de octubre, la cartera de TLTRO habrá caído en 795.700 millones de euros (-38% y -9% de reducción de balance).
- Por otro lado, el BCE actualizará su cuadro de previsiones macroeconómicas, donde, por primera vez, se publicarán las estimaciones para 2025. Con los datos conocidos desde septiembre, es probable que empeoren las previsiones del PIB (para 2023, distintas declaraciones apuntan a un punto intermedio entre el +0,9% del escenario base y el -0,9% del de riesgo)² y que eleven las de inflación (alrededor o algo por encima del 6,0% en 2023, aunque convergiendo al 2,0% en 2025).

Condiciones económicas y financieras recientes

- La inflación se ha convertido en el gran condicionante de la economía y los mercados financieros, y los últimos datos siguen en cotas incómodamente altas:
 - Aun así, en noviembre la inflación de la eurozona dio las primeras señales positivas al desacelerarse hasta el 10,0% interanual (10,6% en octubre), mientras que la inflación núcleo (que excluye la volatilidad de alimentos y energía) se estabilizó en el 5,0%. La moderación fue generalizada entre los principales países y da cierto aire al BCE para reducir el ritmo de subidas de tipos.
 - Los salarios exhiben dinámicas mucho más moderadas que las del IPC. En el 3T 2022, el indicador de salarios negociados del BCE avanzó un 2,9% interanual (en línea con su promedio del año) y los costes laborales unitarios, un 3,3%, mientras que el indicador a tiempo real de Indeed.com (basado en ofertas de trabajo publicadas en el mismo portal) se estabilizó en el 5,1% en noviembre.
 - Las expectativas de inflación a medio plazo siguen ancladas. Tanto las expectativas derivadas de los mercados financieros como las de los analistas se mantienen alrededor del 2% (*swap* 5Y5Y en el 2,4% y previsión a largo plazo del *Survey of Professional Forecasters* del 3T 2022 en el 2,2%), mientras que

¹ Las subidas de tipos aumentan la remuneración de pasivos del banco central, como las reservas. En la medida en la que una reducción de los activos (por ejemplo, préstamos TLTRO y bonos del APP) se traduce en una reducción de los pasivos (por ejemplo, exceso de reservas), se mitiga la presión negativa sobre la cuenta de pérdidas y ganancias.

² La previsión de septiembre era significativamente más optimista que el consenso, y esta revisión sería coherente con nuestra previsión del PIB de la eurozona para 2023, del +0,2%.

las expectativas de los consumidores se estabilizaron en el 3,0% en octubre (misma cifra que en septiembre y en línea con su promedio desde el estallido de la guerra de Ucrania, según el *Consumer Expectations Survey* del BCE).

- Es demasiado pronto para dictaminar que la inflación ha tocado techo, y es probable que haya volatilidad en los datos de los próximos meses. Sin embargo, sí que cabe esperar una gradual senda de moderación a lo largo de 2023. Los propios efectos de base, la mayor estabilidad de los precios energéticos, la relajación de los cuellos de botella, el enfriamiento de la actividad económica y unos efectos de segunda ronda limitados ayudarán a corregir los desequilibrios entre oferta y demanda y, así, sustentar una moderación sostenida de la inflación, aunque se tarde en alcanzar el 2%.
- La actividad económica se enfría por el lastre de la inflación, el endurecimiento de las condiciones financieras y la elevada incertidumbre:
 - Los datos más recientes apuntan a una ligera contracción del PIB de la eurozona en el 4T 2022: el PMI compuesto se encuentra en zona contractiva (47,3 puntos en octubre y 47,8 en noviembre), mientras que las ventas minoristas retrocedieron un 2,7% interanual en octubre.
 - En positivo, el mercado laboral se muestra sólido y, en octubre, el desempleo bajó hasta el 6,5%, récord mínimo desde que Eurostat recopila datos.
 - La interpretación de los datos es compleja. Por un lado, en los últimos meses hay cierto desacople entre los indicadores de sentimiento (con algunas señales severas) y los indicadores de actividad real (que se enfrían más suavemente). Puede que los primeros anticipen la evolución de los segundos, pero es más probable que el sentimiento esté afectado por un *shock* de expectativas que podría moderarse. También es importante señalar que los indicadores de confianza dan señales de una tímida recuperación en noviembre. Por otro lado, las estadísticas de la eurozona están afectadas por una volatilidad anormal en Irlanda. Así, desde el 4T 2021, el PIB de Irlanda ha crecido un 11,8% frente a un 1,7% en la eurozona y un 1,4% en la eurozona excluida Irlanda.
- En este contexto, los mercados financieros han sufrido fuertes turbulencias a lo largo de 2022, con repuntes de tipos muy bruscos, pérdidas bursátiles cercanas a los dos dígitos y una depreciación del euro hacia la paridad en su cruce con el dólar. Sin embargo, desde la última reunión del BCE los mercados vienen exhibiendo un tono más positivo ante la expectativa de un endurecimiento monetario más gradual: los tipos soberanos se han moderado (-20 p. b. en los 10 años), las bolsas han rebotado (Eurostoxx 50 +8%) y el euro se ha apreciado. En cuanto a las expectativas, los mercados monetarios cotizan que el *depo* se sitúe alrededor del 2,75% en el 2T 2023 y que se mantenga en esa cota en lo que resta de año, inferior a lo que se esperaba hace apenas unos meses (ligeramente superior al 3,0%).

Los mensajes del BCE

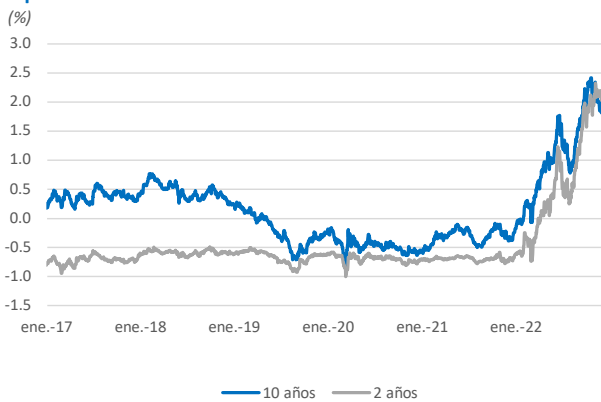
- Los miembros del BCE han dado mensajes de cautela con la actividad económica y han mantenido la preocupación con la inflación. Así, en general, las declaraciones han apuntado a más subidas de tipos, aunque posiblemente a un ritmo algo menor y con una estrategia de «reunión a reunión» (es decir, dando mayor peso a los datos para calibrar el estado de la economía en un entorno altamente incierto).
- Desde la última reunión, destacan las alertas sobre la inflación de Christine Lagarde («dudo que la inflación ya haya alcanzado su pico») e Isabel Schnabel («la inflación viene sorprendiendo al alza, y de manera significativa»), así como la emergencia del escenario de recesión en los discursos de Philip Lane («debería ser relativamente breve y corta») o Klaus Knot («el riesgo de recesión ha aumentado»).
- De este modo, las distintas comunicaciones señalan alzas de tipos (los gobernadores de Francia e Irlanda apuntaban explícitamente a una «subida de 50 p. b.» en diciembre), aunque se debaten entre el riesgo de hacer demasiado (Lane: «hay que tener en cuenta todo el endurecimiento realizado hasta el momento») y el de hacer demasiado poco (Schnabel: «el margen para reducir el ritmo de subidas es limitado»). Por otra parte, los mensajes sugieren un apoyo generalizado para iniciar la reducción de las reinversiones del APP en los próximos meses.

Perspectivas del BCE a medio plazo

- El BCE todavía subirá tipos a lo largo del 1T 2023, en nuestro escenario central hasta situar el tipo *depo* en el 2,5% y el *refi* en el 3,0% en marzo. Estas cotas, moderadamente restrictivas, deberían representar el nivel final del ciclo de subidas, aunque cabría esperar una mayor agresividad por parte del BCE si la inflación no da suficientes muestras de moderarse a lo largo del primer semestre de 2023.
- En cuanto a los programas de compras, el BCE se mantendrá presente en los mercados de deuda soberana mediante las reinversiones de activos. Aunque en 2023 ponga fin a las reinversiones del APP, lo hará de manera gradual, mientras que las reinversiones del PEPP deberían continuar hasta 2024.
- Respecto al TPI, el efecto comunicativo de su anuncio ha sido exitoso para atenuar las presiones alcistas en las primas de riesgo periféricas y, si no se producen nuevos *shocks* adversos, el BCE no tendría por qué activarlo, al menos a corto plazo.

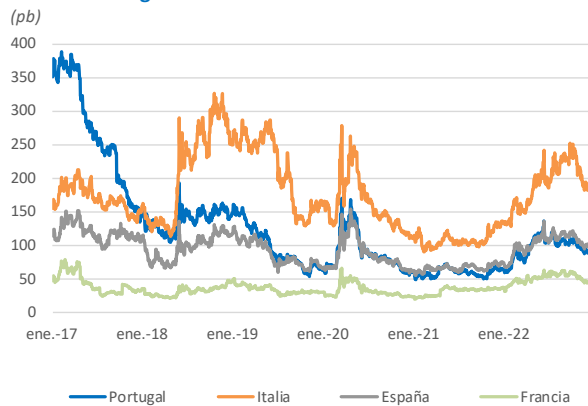
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



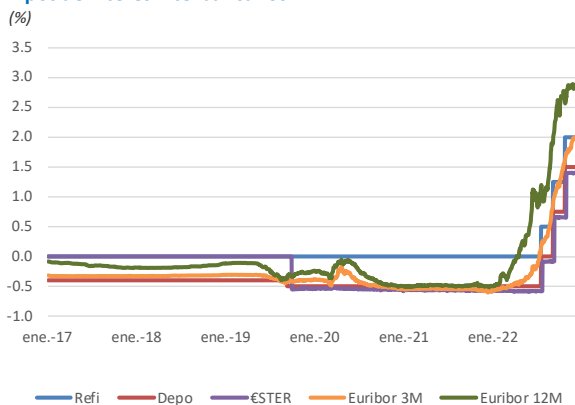
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



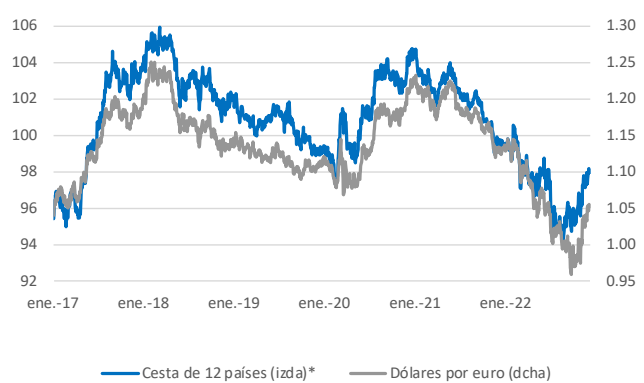
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



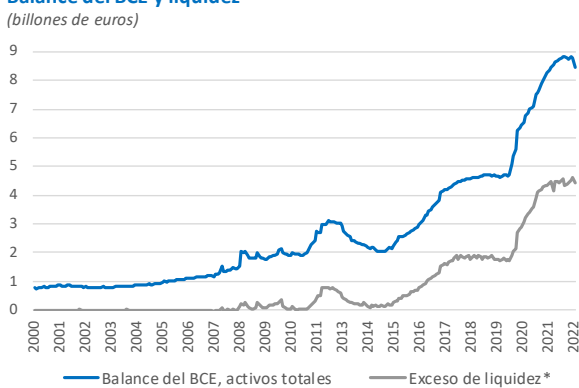
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de cambio para la eurozona



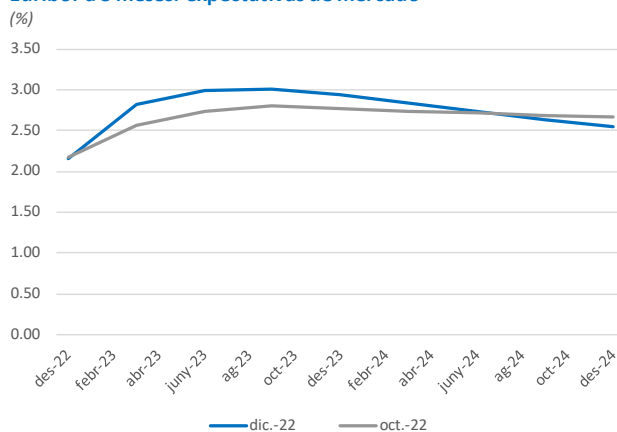
Nota: *Tipo de cambio nominal efectivo respecto a 12 divisas (100 = 1T 1999).
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Balance del BCE y liquidez



Nota: *Depósitos en la facilidad de depósitos más exceso de reservas menos uso de la facilidad marginal de crédito.
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

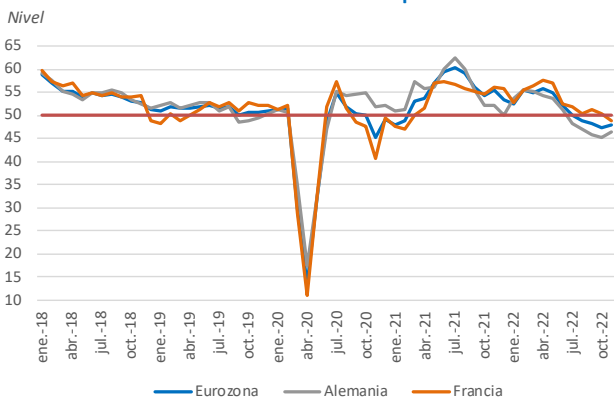
Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*



Nota: *Futuros del euribor a 3 meses.
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

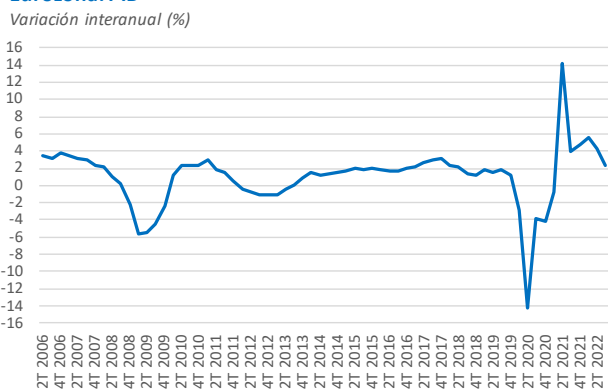
Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto



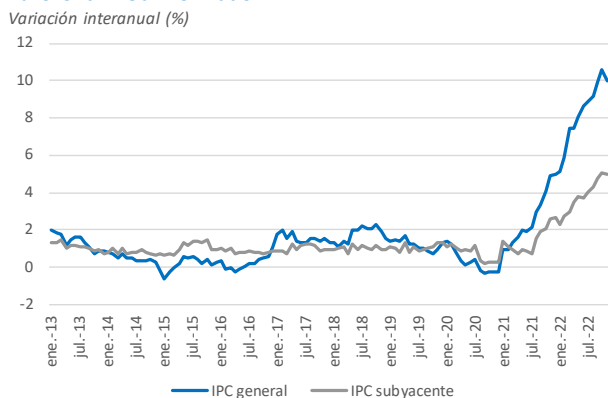
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: PIB



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Eurozona: IPC armonizado



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Expectativas de inflación de mercado para la eurozona



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Previsiones macroeconómicas a septiembre de 2022

	2021	2022	2023	2024
Crecimiento del PIB	5,2	3,1 (2,8)	0,9 (2,1)	1,9 (2,1)
Inflación general	2,6	8,1 (6,8)	5,5 (3,5)	2,2 (2,1)
Inflación subyacente	1,5	3,9 (3,3)	3,4 (2,8)	2,3 (2,3)
Compensación por empleado	3,9	4,0 (4,2)	4,8 (4,3)	4,0 (3,7)

Notas: Escenario central del BCE. Entre paréntesis, previsiones anteriores (junio de 2022).

Adrià Morron Salmeron, CaixaBank Research, e-mail: research@caixabank.com

AVISO SOBRE LA PUBLICACIÓN "NOTA BREVE" DE CAIXABANK

Las Notas Breves son una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y BPI Research (UEEF) que contiene informaciones y opiniones procedentes de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank y BPI no se responsabilizan en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank y BPI y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.